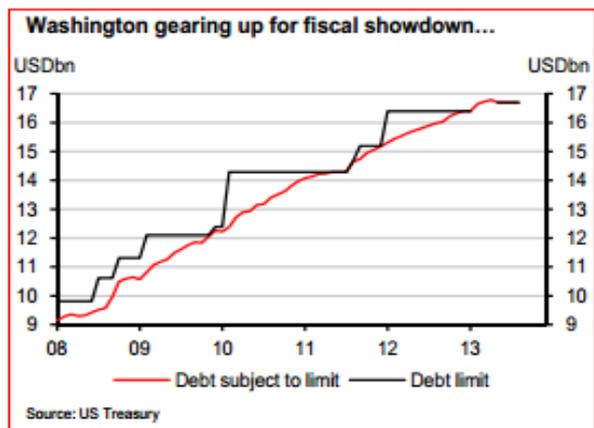


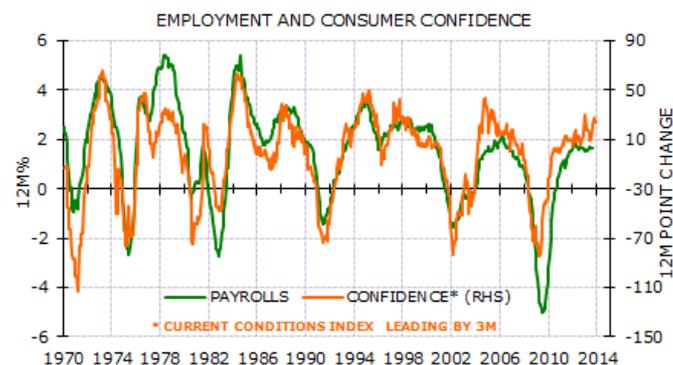
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



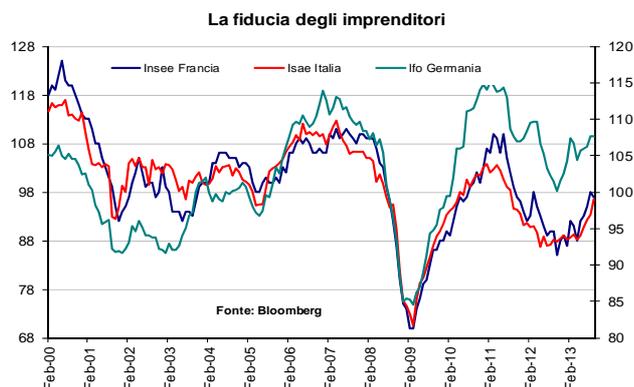
In settimana l'esito delle statistiche economiche è risultato nel complesso al di sotto delle attese, sia per quanto riguarda gli indicatori di sentiment (preliminare PMI e fiducia dei consumatori) che per i numeri di economia reale (ordinativi di beni durevoli e redditi/consumi delle famiglie).

e HSBC in settimana) ipotizzano una accelerazione dell'economia tra il 2013 ed il 2014 molto contenuta, anche a causa delle rinnovate tensioni sul fronte della politica di bilancio. Il primo ottobre inizierà il nuovo anno fiscale senza che sia stato raggiunto un accordo sul nuovo budget, o su una continuazione delle politiche esistenti (continuing resolution). Poco dopo il Tesoro raggiungerà il limite massimo di indebitamento consentito (Debt Ceiling); anche qui non vi è accordo tra Democratici e repubblicani su come superare il problema. Il rischio di una chiusura di alcune attività governative per qualche giorno o settimana è reale, anche se il consenso degli analisti è orientato per un accordo tampone dell'ultimo minuto. Le conseguenze sulla fiducia si potrebbero però far sentire tanto da avere un impatto sulle decisioni di spesa ed investimento. E' anche per questo motivo che alcuni analisti ipotizzano un "tapering" della FED rimandato al primo trimestre del prossimo anno, anziché a dicembre come previsto dal consenso.



La distanza tra indicatori di fiducia ed economia reale continua a persistere, senza che in settimana vi sia stato un progresso di questi ultimi verso i primi. Anzi, visto il modesto arretramento di alcuni anticipatori, alcune case di investimento (Barclays

AREA EURO

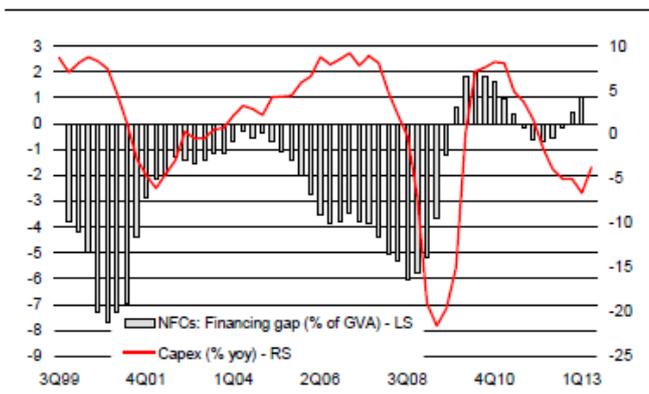


Continua il momentum positivo degli indicatori anticipatori europei, ed in particolare di quelli italiani, che partono però da livelli decisamente più



bassi degli altri partner europei. Tutto quindi procede come da scenario sia per quanto riguarda l'aggregato che il nostro paese.

CHART 9: FINANCING GAP VS. CAPEX

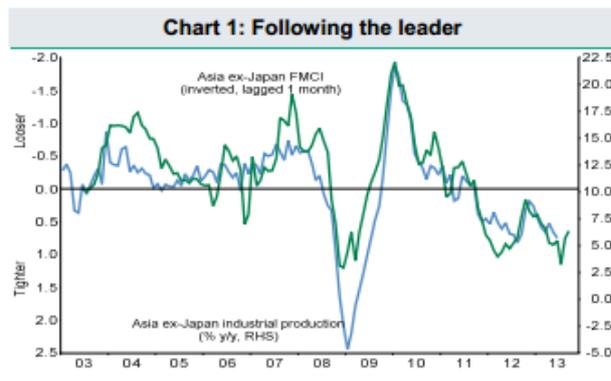


Come fatto osservare recentemente anche da un autorevole osservatore come Martin Wolf del Financial Times, a causa della recessione l'area euro si è trasformata in una grossa Germania, ovvero in un'area economica caratterizzata da un ragguardevole surplus delle partite correnti. Questo oltre ad essere un potente sostegno alla valuta (350 mld di Euro il movimento delle partite correnti dal punto di massimo deficit dei PIIGS ad oggi) è lo specchio del significativo divario generatosi tra risparmio interno (comprensivo dei deficit pubblici) e gli investimenti. Cioè l'area euro nel suo complesso in questo momento ha dei risparmi disponibili che potrebbero andare a sostenere gli investimenti qualora i livelli di fiducia degli imprenditori dovessero ulteriormente salire. Questo non vuole dire che ci attendiamo una significativa accelerazione degli investimenti data la bassa visibilità della domanda, ma che le imprese europee possono attingere all'interno dell'aggregato parte delle risorse per sostenere gli investimenti.

PAESI EMERGENTI

In Cina il mini stimolo deciso dal governo durante l'estate dovrebbe sostenere una modesta ripresa dell'attività fino alla prima metà del 2014. Il tema delle riforme strutturali non è però eludibile per mantenere il potenziale dell'economia sopra il 7%. I

campi di intervento nei prossimi mesi dovrebbero essere una riduzione del ruolo dello stato nel settore dei servizi, liberalizzazioni nel settore finanziario e migliori meccanismi di redistribuzione del reddito.



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

Per quanto riguarda l'area asiatica nel suo complesso la restrizione delle condizioni finanziarie innescata dalle parole di Bernanke circa l'avvio del "tapering" è in parte rientrata dopo il nulla di fatto della FED delle scorse settimane. Questo dovrebbe avere un impatto anche sulle variabili reali, come mostra il grafico sopra riportato.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	27 set	20-set	30-ago	31 dic 12
USA 10Y	2.63	2.73	2.78	1.76
USA 2Y	0.33	0.33	0.40	0.25
GER 10Y	1.79	1.94	1.86	1.32
GER 2Y	0.18	0.21	0.24	-0.02
Euribor 3m	0.22	0.22	0.22	0.19
Euro\$ 3m	0.25	0.25	0.26	0.31
Itrax Crossover	394	394	434	482



Il processo di ritracciamento dei tassi di interesse americani e tedeschi a lunga scadenza innescato dalla decisione della FED di ritardare il tapering è proseguito anche questa settimana, a causa di statistiche macro americane al di sotto delle attese e per le rinnovate tensioni politiche italiane. Queste ultime hanno determinato un nuovo allargamento degli spread dei nostri BTP rispetto ai Bund, dopo che il differenziale di tasso si era portato nuovamente in prossimità dei minimi post crisi.

AZIONI

EQUITY	27 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1698.67	-0.66%	4.02%	19.11%
Stoxx 600	311.77	-0.77%	4.86%	11.47%
Eurostoxx50	2913.59	-0.46%	7.06%	10.53%
Topix	1217.52	-0.12%	10.08%	41.61%
FTSE Asia exJp	480.90	-0.80%	7.17%	-0.35%
FTSE Emer Mkt	491.91	-1.84%	7.76%	-6.35%
VIX	14.06	0.94	-2.95	-3.96
V2X	16.68	-0.09	-6.80	-4.68

Nelle ultime settimane si è assistito ad un crescente interesse da parte degli investitori per le azioni europee. Nel giro di poco tempo molti broker hanno fatto a gara per suggerire ai propri clienti di acquistare titoli del vecchio continente. Gli investitori americani hanno dimostrato fiducia in Europa investendo circa 65 mld di \$ nei primi sei mesi del 2013, l'ammontare più elevato degli ultimi 36 anni secondo una ricerca di Goldman Sachs.

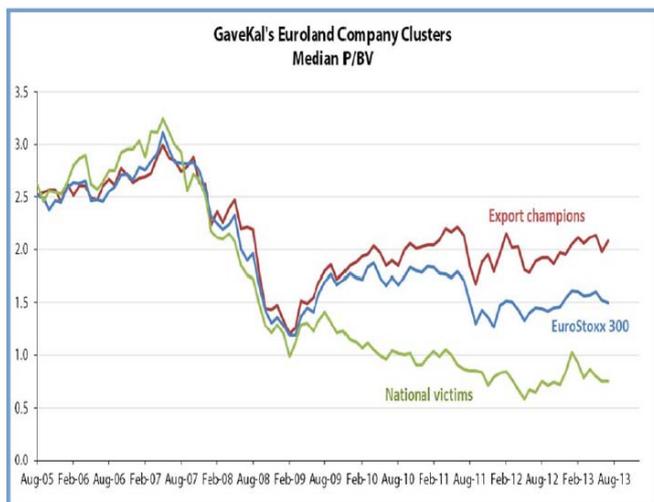
Si possono trovare molte spiegazioni per questo fenomeno: primo fra tutte la ricerca di un tema di investimento alternativo in una fase in cui i paesi Emergenti stanno rallentando, il Giappone sta esaurendo la fase di euforia di inizio anno e gli stessi Stati Uniti non offrono più elementi di novità. A ciò si aggiunga la stabilizzazione dei dati macroeconomici, la fiducia delle imprese in miglioramento, un allentamento della pressione sulle finanze dei paesi periferici e una banca centrale che ha dimostrato di essere più attenta alla

crescita economica. Certo rimangono dei problemi da risolvere e la strada è ancora lunga per poter parlare di una completa risoluzione della crisi europea, ma sembra che il peggio sia passato e ciò basta per attrarre l'interesse degli investitori che hanno il problema di dove impiegare l'ingente liquidità.

Ma forse il motivo più importante che spinge a riconsiderare i mercati europei è quello delle valutazioni. Gli Stati Uniti infatti, hanno sovraperformato l'Europa continentale del 45% dal 2007 e del 10% da inizio anno e questo farebbe pensare che le valutazioni relative siano arrivate a livelli molto depressi. In realtà se ci si ferma a guardare un semplice indicatore di prezzo sugli utili del mercato nel suo complesso, ciò non è così evidente. Bisogna infatti andare a scomodare misure come i Shiller's P/E (utili aggiustati per il ciclo economico) o il prezzo sul patrimonio netto per capire qual è la reale entità di tale sottovalutazione che oggi si aggira intorno al 30%. Questo avviene, fondamentalmente, per due motivi: in primo luogo perché gli utili con cui si confrontano i prezzi attuali nel caso degli Stati Uniti sono circa il 20% maggiori dei precedenti picchi del 2007, mentre quelli riferibili al mercato europeo sono più bassi di almeno il 30% rispetto allo stesso periodo; poi perché un indice europeo unico non è rappresentativo della complessità dei mercati europei. Complessità che si è ulteriormente acuita negli ultimi anni in seguito alla crisi dei paesi periferici. Così non basta neanche più la classica suddivisione per indici dei singoli paesi o per settori e alcuni analisti si sono sbizzarriti per ricreare altri cluster di azioni basandosi su alcune caratteristiche comuni. Per esempio aziende globali che subiscono poco il controllo dei governi hanno sofferto poco la crisi europea e si sono comportati in linea con i competitor internazionali. Al contrario, aziende focalizzate sull'economia domestica e con un forte influenza dello stato, sono state molto penalizzate in questi ultimi anni. Quando la crisi europea è incominciata queste aziende



rappresentavano circa il 50% dell'intera capitalizzazione dell'area Euro, contro il 25% negli Stati Uniti. Questa elevata esposizione è il risultato delle privatizzazioni degli anni '90 quando molte aziende statali sono state quotate, ma essendo considerate di "interesse nazionale" sono rimaste sempre legate ai governi e protette dalla competizione esterna. Sono queste le aziende che presentano oggi delle valutazioni molto a sconto verso i mercati internazionali e siccome di solito si concentrano in settori come Finanziari, Utilities, Energy e Telefonici e sono prevalentemente aziende di grandi dimensioni anche le valutazioni di tali settori sono molto basse. Gli investitori si sono dunque comportati in maniera razionale e non hanno lasciato molte occasioni facili. Indubbiamente molta della negatività sembra essere ormai scontata dai prezzi, ma è necessario essere molto selettivi nell'approccio al mercato europeo e non farsi solo attrarre dalle valutazioni.



VALUTE

CURRENCY	27 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3543	0.1%	2.6%	2.7%
EUR / YEN	133.32	-0.8%	2.8%	16.5%
USD / YEN	98.44	-1.0%	0.2%	13.5%

Per quanto riguarda le valute sviluppate in settimana non si segnalano temi di particolare interesse. Il cambio dollaro euro è rimasto pressoché stabile, mentre un movimento più ampio si è verificato nel cross con lo yen.

MATERIE PRIME

COMMODITY	27 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	102.81	-1.8%	-4.5%	12.0%
CRB Index	287.0	-0.1%	-1.4%	-2.7%
Gold	1339	0.5%	-4.2%	-20.1%
Silver	21.99	0.4%	-6.6%	-27.5%
Copper	332	0.0%	3.0%	-9.1%
Gas	3.54	-4.0%	-1.2%	5.6%

Dopo le ultime decisioni della Fed in merito alla sospensione del ritiro graduale dello stimolo monetario, come annunciato nei mesi precedenti, le commodities, e l'oro in particolare hanno goduto di un notevole ritorno di interesse. La prospettiva di tassi reali ancora molto bassi, ed una continuazione del "debasement" del dollaro americano hanno richiamato flussi in entrata negli strumenti finanziari legati al metallo prezioso. Inoltre, il dibattito in corso negli USA sulla legge di bilancio, per superare il problema del tetto al debito, ormai incombente, e il rischio di avere le attività dell'apparato statale paralizzate, hanno spinto gli investitori alla ricerca di una "assicurazione" di portafoglio come può essere l'oro. Le commodities più cicliche hanno reagito alla prospettiva di uno stimolo prolungato che dovrebbe rendere la ripresa economica globale ancora più robusta. Il petrolio ha invece ulteriormente ritracciato in seguito agli sviluppi



rassicuranti della crisi siriana: è svanito il timore di ritrovarsi in difficoltà di approvvigionamento sui mercati. Il WTI ha sofferto in misura maggiore rispetto al Brent: lo scenario di crescita inferiore alle stime precedenti disegnato dalla Fed, ha indotto ad

una revisione al ribasso anche della domanda interna di energia.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 30				
Martedì 1	ISM			
Mercoledì 2	Sondaggio ADP	Riunione mensile BCE		
Giovedì 3	Initial jobless claims.			
Venerdì 4	Mercato del lavoro			

AVVERTENZA

Il presente documento è pubblicato da Ersel con finalità di comunicazione e non costituisce un'offerta o una raccomandazione di acquisto o di vendita.

